

論 説

イギリスにおける会社法改正構想 ——2016年緑書「コーポレート・ガバナンスの改革」に 示された会社法改正構想の概観と示唆——

中 村 信 男

- 一 はじめに
- 二 2016年 Green Paper の公表とその背景・問題意識および目的
- 三 2016年 Green Paper の示す会社法制の改正・見直し構想
- 四 結びに代えて

一 はじめに

イギリスの会社法制は1985年会社総括法を主法 (principal act) としつつ、2006年の会社法⁽¹⁾の制定によって大きく見直しが図られた。しかし、

(1) 2006年会社法については、本研究所に設置されていたイギリス会社法制研究会 (代表者・川島いづみ早稲田大学教授) が本誌において条文の邦語訳の提示と解説を行っている (イギリス会社法研究会「イギリス2006年会社法 (1)」比較法学41巻2号361頁 (2008年), 同 (2) 比較法学41巻3号189頁 (2008年), 同 (3) 比較法学42巻2号355頁 (2009年), 同 (4) 比較法学42巻3号257頁 (2009年), 同 (5) 比較法学43巻1号177頁 (2009年), 同 (6) 比較法学43巻2号305頁 (2009年), 同 (7) 比較法学43巻3号269頁 (2010年), 同 (8) 比較法学44巻1号233頁 (2010年), 同 (9) 比較法学44巻2号300頁 (2010年), 同 (10) 比較法学44巻3号182頁 (2011年), 同 (11) 比較法学45巻1号183頁 (2011年), 同 (12) 比較法学45巻2号267頁 (2011年), 同 (13) 比較法学45巻3号195頁 (2012年), 同 (14) 比較法学46巻1号247頁 (2012年), 同 (15・完) 比較法学46巻2号277頁 (2012年))。筆者も同研究会の一員として執筆参加した。

その後も、会社法制を巡る国内外の環境の変化等を踏まえ、2013年戦略報告書規則の制定による会社法の改正等、数次の会社法改正が行われている。このことから、2006年会社法の制定・施行後も立法課題が残されていることは明らかであり、今後もイギリス会社法制の改正作業は不断に続けられていくものと予想される。

こうした状況のもと、イギリス政府は、2016年11月29日に、「コーポレート・ガバナンスの改革」と題する緑書（以下、「2016年 Green Paper」という。）⁽²⁾を公表し、業務執行取締役の報酬規制の見直し・強化、現行の2006年会社法172条の規律を前提に株主以外のステークホルダーの声・意見を取締役会レベルの意思決定等に反映させるための新たな枠組みの模索、大規模な非公開企業（large privately-held businesses）におけるコーポレート・ガバナンスの強化について、会社法改正の要否を含め、所要の見直しを行う方針を表明した上で、考えられるいくつかの方策につき、追加方策の提案を含め、各界の意見を聴取する手続に入った⁽³⁾。2016年 Green Paper に対する意見聴取手続きは2017年2月17日に締め切られ、その後、会社法を管轄する Department for Business, Energy and Industrial Strategy（以下、BEIS と略称する。）⁽⁴⁾が同省に寄せられた意見の整理・分析作業に

(2) The Department for Business, Energy and Industrial Strategy, Corporate Governance Reform Green Paper (November 2016) (hereinafter referred to as “Green Paper”).

(3) パブリックコメント手続きの締切り前である2017年2月6日には、BEIS 担当大臣の Greg Clark 氏と英国労働組合会議 (Trade Union Congress) (以下、TUC という。)の事務総長 Frances O’Grady 氏を共同議長とするコーポレート・ガバナンス・ラウンドテーブルが開催され、労働者の声を取締役会における意思決定に反映させることの意義とそのための具体的方策について議論がなされている。

(4) イギリスで会社法制を管轄するのは、かつては商務省 (Department of Commerce) であったが、その後の省庁改編により貿易産業省 (Department for Trade and Industry)、ビジネス・企業・規制改革省 (Department for Business, Enterprise and Regulatory Reform)、ビジネス・イノベーション・技術省 (Department for Business, Innovation and Skills) を経て、現在は、2016年7月14日にエネルギー・気候変動省 (Department for Energy and Climate Change)

従事している。当初の予定では、2017年6月初旬に同省から諮問文書（consultation paper）等の公表が行われ、同年夏には白書（White Paper）の公表を行うとのことであった⁽⁵⁾が、イギリス国内で起きた近時のテロ事件等の影響か、作業は遅れているようであり、BEISのウェブサイトを見ると、本稿の脱稿時点（2017年7月3日）ではBEISは各界意見の精査中であるとのことである⁽⁶⁾。したがって、2016年 Green Paper で示された会社法制の改正・見直しの構想が今後どの程度維持されるのか、反対に、どのような変更等を受けるのかは現時点で予断を許さない。しかし、いずれにせよ、今般イギリス政府が示した同国の会社法制の改正・見直しの方向性は、いずれの項目もわが国の会社法の在り方を考える上で非常に示唆に富むものと思われる。

そこで、本稿は、イギリス会社法見直しの原案段階のものであるが、2016年 Green Paper を、その制度的背景を踏まえて概観し、そこからわが国の会社法制にどのような示唆が得られるかを探ることを目的とする。

と前身の BIS との統合により誕生したビジネス・エネルギー・産業政策省（BEIS）が会社法制を管轄している。

（5） 2017年2月に筆者が BEIS を訪問し、2016年 Green Paper で扱う問題の担当者である Ilaria Miller 氏と Robin Mueller 氏にインタビューした際のヒアリング結果の一つである。

（6） <https://www.gov.uk/government/consultations/corporate-governance-reform>.
 なお、本稿の構成段階で、2016年 Green Paper に対する各界意見の取纏めの結果とそれを受けたイギリス政府の考え方を示した The Department for BEIS, CORPORATE GOVERNANCE REFORM The Government response to the green paper consultation (August 2017) に接したが、時間的制約から本稿ではその内容を織り込んでいない。

二 2016年 Green Paper の公表と その背景・問題意識および目的

1 イギリス政府の認識

Theresa May 首相が率いる現イギリス政府は、2016年 Green Paper の公表によって会社法制の改正・見直し構想を示した背景事情ないし問題意識を次のように説明する。すなわち、同 Green Paper では、イギリス政府はイギリスの企業および市場が同国の全体的な繁栄を進展させるだけの力を備えていると確信しているとの認識に立ちながら、今後もイギリスが世界経済の中で繁栄を続けるには、少数の特権階級のためだけではなく全国民のために機能する経済の構築を目指すべく（2016年 Green Paper における首相の序言）、長期的な富の創造を目指し一般国民の信頼と尊敬を集める強い企業を支援する必要があると指摘した上で、資本主義および自由市場に対する人々の信頼を維持するためにも、大規模企業は、顧客（customers）、労働者およびより広範な一般国民の信頼と信用（trust and confidence）を自ら獲得し維持しなければならないとする。

また、同 Green Paper では、多くの一般的な労働者、すなわち現在の市場経済のもとで懸命に働いている人々にとっては、企業が労働者と同一のルールに従って事業を行っていることが必ずしも明白でない上に、個々の企業が大衆の信用を失えば、企業社会全体に対する信頼が損なわれ、ひいてはすべての企業にとって不利な状況をもたらすことがある。近年、限られた少数の企業の行動が多くの企業の評判を損なった事例が確認されており、変革が必要とされることは明らかであると指摘する。

こうした問題意識から、イギリス政府として、コーポレート・ガバナンスに係る現行の規律を改めるべき3つの領域を洗い出し、その改善方策のオプションを提示することとしたのが、2016年 Green Paper 公表とパブリックコメント手続きの実施の背景とされている⁽⁷⁾。

2 2016年 Green Paper の制度的・社会経済的背景

(1) 業務執行取締役の報酬に係る規制の強化を求める社会経済的背景

もっとも、上記の説明では、イギリス政府が2016年 Green Paper において何ゆえ役員報酬規制の見直し（強化・厳格化）、ステークホルダー代表取締役の確保、および、大規模非公開企業に係る企業統治の強化を次期会社法制の改正・見直し項目に挙げているのかが判然としない。そこで、その具体的な背景事情を探る必要がある。

第1に、役員報酬規制の見直し（強化・厳格化）について見ると、イギリスでは近年、多くの一般従業員が企業価値の向上に貢献しているにもかかわらず、賃金が比較的安く設定されるのみならず、残業代の支払いを受けないことも少なくない⁽⁸⁾等、労働者が企業から労働の適切な対価の支払いを受けていない一方で、一部の上級経営者は平均的な労働者の生涯賃金の数倍に当たる高額の間年報酬を手に行している実態があり、企業価値向上に対する貢献度合いに見合った企業収益の分配において著しい不均衡が存在するとの指摘が行われている⁽⁹⁾。

現に、独立非営利組織の High Pay Center の調べによれば、FTSE100社における最高業務執行取締役（CEO）の報酬と当該会社の労働者の平均賃金との開きが1995年は48対1であったが、2015年には129対1へと大きく広がったとされており、こうした経営トップと一般労働者との間の経済格差が、企業に対する信頼を失わせ、労働者の労働意欲をそぐ結果ともなりかねず、ひいてはイギリス企業の生産性を低下させかねないとの指摘も行なわれている⁽¹⁰⁾。同時に、2013年における業務執行取締役の報酬に対する

(7) Green Paper, supra note 2, Introduction from the Prime Minister, Foreword from the Secretary of State.

(8) TUC, Workers contribute £32bn to UK economy from unpaid overtime (<https://www.tuc.org.uk/economic-issues/labour-market/fair-pay-fortnight-2015/workplace-issues/workers-contribute-%C2%A332bn-uk>)

(9) TUC, *ibid.*

(10) CIPD and High Pay Center, Corporate Governance Reform: Submission to the Department for Business, Energy and Industrial Strategy, February 2017, p. 6.

会社法規制の改正以降も、多くの機関投資家から、高騰する経営者報酬に対する不満が示されている⁽¹¹⁾。

イギリス政府が2016年 Green Paper の中で、上場会社等 (quoted companies) における業務執行取締役の報酬について再度の規制強化を提案する主因は、こうした社会的事情にあるといえるであろう。

(2) ステークホルダーの意見を会社業務の意思決定に反映させる方策の導入案とその制度的背景

第2に、2016年 Green Paper では株主以外の労働者・顧客その他の広範なステークホルダーの意見を会社経営上の意思決定に適切に反映させるための枠組み作りを検討項目の一つとして掲げるが、その制度的背景には、2006年会社法が定める、長期的な会社事業の成功を促進する取締役の一般的義務 (同法172条)⁽¹²⁾ の存在があることは明らかであろう。すなわち、同法172条1項によれば、取締役は、株主全体の利益のために会社の事業の成功をもたらす可能性が最も高いと誠実に判断する方法で行為しなければならないとされた上で、その目的の実現のために、取締役は、一定の意思決定がもたらす可能性のある長期的な影響、労働者の利益、供給業者・顧客その他との事業上の関係を強化する必要性、会社の事業活動が地域社会および環境に与える影響、高い事業活動上の評判を維持することの妥当性、株主を平等に扱う必要を考慮しなければならないからである。しかも、2013年の会社法改正により小規模会社以外の株式会社に作成が義務付けられる戦略報告書 (strategic report) は、取締役による2006年会社法172条所定の義務の履行状況を株主が評価し得るようにすることを目的として、必要情報の開示を行うものとされている (2006年会社法414C 条1項)。

(11) Green Paper, *supra* note 2, at para. 1.1.

(12) この義務については、山口幸代「英国会社法上の社会的配慮に関する企業責任の取扱い」熊本法学113号117頁 (2008年)、川島いづみ「〈新版〉英法系諸国の会社法〔35〕」国際商事法務45巻7号959頁～962頁 (2017年7月)。また、この義務の導入経緯については、Brenda Hannigan, *Company Law*, 4th ed., Oxford University Press, 2016, paras. 10.22–10.27 を参照。

しかし、会社法172条1項に基づく取締役の義務の履行が多分に取締役の裁量に委ねられる構造となっていることに加え、実効的な enforcement 手段が用意されていないこともあり、実効性確保が課題とされている⁽¹³⁾。こうした制度的な限界によるものか、某大規模小売店を運営する会社が利益を増やすために仕入業者に対する支払いを意図的に遅延する等の2006年会社法172条1項違反といえる事例も報告されており、同項所定の前記義務の履行確保手段の創設が求められている⁽¹⁴⁾。また、株主以外のステークホルダーの一つである労働者について、イングランド・ウェールズの労働組合の連合体である Trade Union Congress (TUC) は、労働者がその所属する会社の長期的成功に対し利害関係を有していることから、健全な労使関係の構築が会社の長期的成功を導く鍵の一つとなるとして、労働者代表を取締役会の一員に加えることが、取締役会がその意思決定にあたり長期的視野に立ったアプローチを採ることを促す等の効用を発揮させることにつながるものと期待できるとし、こうした観点から、会社法を改正して、取締役の中に取締役の員数の3分の1以上（最低でも2名）の労働者代表取締役の選任を一定範囲の会社に義務付けるとともに、当該労働者代表取締役の選任についてはこれを労働者全体（海外勤務労働者を含む。）が行うものとする旨を明文化することを提言している⁽¹⁵⁾。これも、労働者の利益が、株主の選任した取締役によっては十分に考慮されていないとの認識があるからなのであろう。

したがって、イギリス政府が2016年 Green Paper でステークホルダーの意見を会社業務の意思決定に反映させる方策の在り方を探ろうとするの

(13) Hannigan, *ibid*, para. 10-36, House of Commons, Business, Energy and Industrial Strategy Committee, Corporate Governance, Third Report of Session 2016-17, HC 702, April 2017, paras. 27-30.

(14) House of Commons, Business, Energy and Industrial Strategy Committee, *ibid*, para. 30.

(15) TUC, *All Aboard: Making worker representation on company boards a reality* 2016, pp. 23-33.

は、これら現実の諸問題に対し改善を図る必要があるとする政府の問題意識の反映と思われる。

(3) 大規模非公開企業のガバナンスの強化提案とその制度的背景

第3に、大規模非公開企業、特に大規模私会社のガバナンスの強化については、近時、イギリス会社法制における私会社向けガバナンス規律の脆弱さが、大規模な私会社 (private company) を支配する取締役が海外にある当該取締役のファミリー企業に当該会社の利益を移転することを許す結果となった事例が報告されている⁽¹⁶⁾。しかも、イギリスには、労働者数が1000人を超える私会社が2600社程度ある上に、資本市場以外のチャネルを利用した資金調達手段の増加が原因であるのか、既存の上場会社の中にも上場会社に対する規律を回避するために上場廃止を選択する例が散見されるとされている⁽¹⁷⁾。もっとも、私会社では通常、所有と経営の一致が見られるため、所有と経営の分離を前提とした上場会社向けの規律の適用は合理的でないと考えられる⁽¹⁸⁾。しかし、近時の大規模私会社の破綻事例等によって低下した私会社への信頼の回復措置を講じる必要があることや、社会的影響の小さくない大規模私会社については、労働者その他のステークホルダーに対する最低限の社会的責任を果たすためにも、財務・非財務の両面での透明性と説明責任の確保が求められている⁽¹⁹⁾。そこで、イギリス政府は、2016年 Green Paper において、会社法制においてコーポレート・ガバナンス関連規律の改革を要する第3の領域・分野として、大

(16) House of Commons, Work and Pensions and Business, Innovation and Skills Committees, BHS, First Report of the Work and Pensions Committee and Fourth Report of the Business, Innovation and Skills Committee of Session 201617, HC54.

(17) House of Commons, Business, Energy and Industrial Strategy Committee, *supra* note 13, at paras. 66–67.

(18) House of Commons, Business, Energy and Industrial Strategy Committee, *ibid*, para. 71.

(19) House of Commons, Business, Energy and Industrial Strategy Committee, *ibid*, paras. 69, 72.

規模非公開企業のガバナンスの強化，具体的には，開示・報告規制の強化を掲げるものであろう。

（４）改革・見直しの手法

なお，イギリスのコーポレート・ガバナンスシステムの強みの一つが，企業自体によって採択された，法令以外の規準の利用にあることから，2016年 Green Paper は，何らかの制度改正等を行うことが現時点で必要・適切であるとの考えが取りまとめられたときであっても，それを実現するための政府による法令の制定が必要であるとは限らないとする。

三 2016年 Green Paper の示す会社法制の改正・見直し構想

１ 業務執行取締役の報酬規制の強化

（１）現行会社法等による取締役報酬規制の概要

業務執行取締役の報酬に係る規律の改正・見直しに向けた2016年 Green Paper の構想を概観する前に，そこで改正等を行うことが検討されている現行会社法等による取締役（特に業務執行取締役）の報酬の決定・開示に係る規律を概観しておこう。

まず，2006年会社法によれば，上場会社等（quoted companies）⁽²⁰⁾ は，2002年より詳細な取締役報酬報告書を毎年作成しこれを株主総会の勧告決議に付すことを要するとされてきたが，2013年改正によって，規制が強化された。これによれば，上場会社等は，第1に，少なくとも3年毎に，取締役報酬方針（remuneration policy）⁽²¹⁾ を株主総会に付議し，普通決議によ

(20) イギリスにおいて登記された会社であって，ロンドン証券取引所，ヨーロップ経済地域（EEA）内の証券取引所，またはニューヨーク証券取引所もしくはNASDAQ に株式が上場されているものをいう（2006年会社法385条）。Green Paper によれば，2016年10月31日時点で上場会社等は900社あるとされている（Appendix C, Table 6）。

(21) 報酬方針では，各取締役の報酬の決定方法，それぞれの業績との連動関係に関する情報，人材確保および退職給付に関する方針を定めるとともに労働者の給与・支給条件を取締役の報酬方針の決定に当たりどのように考慮したか，労

る承認を得なければならない。当該会社が取締役に対し報酬を支払うには、当該支払が株主総会の承認を受けた報酬方針に従うことを要するため（同法226B条1項・2項）、報酬方針の承認議案が否決された場合は、当該会社は、株主総会の承認を得た直近の報酬方針に従って取締役報酬を支払うことになることから、報酬方針に関する限り、その承認決議は拘束力を有するものとされている⁽²²⁾。

第2に、上場会社等は、毎事業年度ごとに所定の事項を記載した年次取締役報酬報告書を作成した上で（同法420条1項、421条1項）、取締役会（the board of directors）の承認を受け、取締役会を代表する取締役または会社秘書役が署名した後（同法422条1項）、同報告書を年次計算書類が提出される株主総会に提出して当該株主総会の普通決議による承認を得なければならないとされている（同法439条1項・6項）。もっとも、年次取締役報酬報告書が株主総会で否決された場合であっても、取締役の報酬請求権に影響を与えないため（同条5項）、当該決議は勧告的効力しか有しないとされているが⁽²³⁾、次の計算書類承認総会において当該会社は報酬方針を改めて株主総会に付議し、株主の承認を得ることを要する（同法439A条2項）。

次いで、ロンドン証券取引所の Main Market に上場する上場会社⁽²⁴⁾は、現行会社法の上記規律に加え、UK Corporate Governance Code 2016（以下、「CG Code 2016」という。）⁽²⁵⁾の適用を受ける。CG Code 2016 は、当該

働者と協議をしたかどうかを説明することを要する。

(22) Hannigan, *supra* note 12, at para. 18-41.

(23) Hannigan, *ibid.*, para. 18-41.

(24) 2016年 Green Paper によれば、2016年10月末時点で720社あるとされている（Green Paper, p. 56, Appendix C, Table 6）。

(25) イギリスのコーポレートガバナンス・コードに関する近時の優れた研究として、川島いづみ「コーポレートガバナンス・コードとイギリス会社法」鳥山恭一ほか編『現代商事法の諸問題』239頁～263頁（成文堂、2016年）、坂東洋行「コーポレートガバナンス・コードのフォローアップと日英の異同」証券経済学会年報第51号別冊 1-13-1 頁以下（2016年）を参照。

上場会社における業務執行取締役の報酬が会社の長期的な事業の成功を促進するものとして設計されるものとし、業績連動報酬は透明性があって努力をして初めて達成できる内容であり、且つ、その条件は厳格に適用されること (D.1 Main Principle)、業務執行取締役の報酬方針を策定し各取締役の報酬を決定するための正式かつ透明な手続が存在すること、および、取締役は自己の報酬の決定に関与しないこと (D.2 Main Principle) を、当該上場会社が遵守すべき原則として定める。その上で、CG Code 2016は、3名以上の独立非業務執行取締役（小規模会社の場合は2名以上の独立非業務執行取締役）によって構成される報酬委員会（Code Provision D.2.1）が業務執行取締役の業績連動報酬スキームを設計するに当たっては、当該スキームにクローバック条項を含めること（Code Provision D.1.1）、報酬委員会は、取締役の早期退職の場合に低い業績にもかかわらず過大な報酬が支払われることがないように注意すべきこと（同 D.1.4）、長期業績連動報酬スキームの導入および既存の同スキームの重大な変更は株主総会の承認を得ること（同 D.2.4）等の遵守を原則として求めている。また、CG Code 2016 は、報酬委員会が、年次報酬の増加を決定するときには、グループ企業内の給与・雇用の状況に留意することを補助原則とし、上場会社にその遵守を求めている (D.1 Supporting Principles)

（２）2016年 Green Paper の問題提起

現行会社法およびCG Code 2016 に基づく取締役報酬規制を前提に、2016年 Green Paper は、取締役報酬規制の在り方として、イギリスで成功を収めている上位の会社の経営トップの多くがイギリス国外から招聘されているという実態認識を踏まえ、イギリスの会社が今後も経営人材を惹きつけ確保することができるようにする必要があるとしつつも、業務執行取締役（executive directors）の報酬が一般的な労働者の給与からも、役員報酬の前提とされている会社の長期的な業績からもますます乖離していると認識が社会に広がっているため、業務執行取締役の報酬の高さが国民の重大な関心を引き、実態調査によれば一貫して、国民大衆の大企業に対す

る不満の一要因であるとの結果が示される結果となっていることを指摘する。さらに、2016年 Green Paper は、イギリスにおいて増加を続ける機関投資家も2013年の取締役報酬規制の改正以来、取締役報酬については批判的な意見を表明し続けていることを問題の背景にあるとする（2016年 Green Paper, para. 1.1）。

これを敷衍すると、第1に、2016年 Green Paper によれば、FTSE 100社の最高業務執行取締役の報酬総額は、過去18年間で、1998年の平均値である約100万ポンドから2015年の約430万ポンド（なお、2011年がピークで約475万ポンド）へと大きく増加しているところ、その要因が、主として、年次賞与（annual bonus）の支給と長期インセンティブ報酬にあるとされており、最高業務執行取締役の報酬額の増加率がイギリスの労働者の平均賃金の増加をはるかに上回っていることが指摘されている。また、1998年にはFTSE 100社の最高業務執行取締役の報酬の平均額とイギリスのフルタイム労働者の平均賃金額との格差率は47対1であったが、2010年には132対1へと増大し、2015年も128対1という状況にあるという（2016年 Green Paper, para. 1.2）。

第2に、株主等の認識としては、多くの株主その他の利害関係人は、FTSE 100社の最高業務執行取締役の報酬の大幅な増大が、当該取締役が経営を行っている会社の長期的な価値の増加に対応するものであるかどうかを問題視しているとされ、例えば、投資家主導の経営者報酬の調査では、過去15年間におけるFTSE100社の経営者報酬の上昇が当該会社の同期間における業績と連動していない⁽²⁶⁾との指摘がなされている（2016年 Green Paper, para. 1.3）。

第3に、2013年の取締役報酬規制の改正後の状況として、大半の上場会社等は、取締役報酬方針と年次取締役報酬報告書の双方について多数の株

(26) 1998年から2015年までの間でFTSE100社の株式指数は微増したに過ぎないのに、最高業務執行取締役の報酬の平均額が4倍になっているとの指摘もある（Green Paper, para. 1.1, Figure 1）。

主の賛成を得ているが、その一方で、報酬方針および年次取締役報酬報告書を否決した例⁽²⁷⁾も少数ながら存在すること紹介されている（2016年 Green Paper, para. 1.9）。また、2016年 Green Paper は、一定割合の株主（FTSE100社の場合は28%）が議決権を行使していないため、株主が必ずしも経営者報酬に対し賛否の意思表示を行っているわけではないことにも留意する必要があるとする（2016年 Green Paper, para. 1.10）。

第4に、一部の機関投資家は、会社が新たな経営者報酬方針と報酬内容を提示するときに機関投資家として当該会社に対し期待する事項に係るガイダンスの策定と更新を率先して行っているが、この動きは投資家業界の共同の取組みによって後押しされており、持続可能で長期的な企業価値の創造との連動の重要性が強調されるとともに、長期の経営者報酬パッケージの簡素化と長期的な会社業績との連動の強化が提言されている（2016年 Green Paper, para. 1.12）。

さらに、第5に、2016年 Green Paper は、イギリス政府としては、会社がその事業上のニーズおよび戦略に最も適した報酬方針を決定し得る柔軟性を維持しながらも、2013年の改正により導入された取締役報酬規制が、会社が株主の意見および懸念に耳を傾け行動していること、および、より広範な利害関係人の利益を適切に考慮していることを示すことができるようにするための改善を要するかどうかを検討することも必要であるとする（2016年 Green Paper, para. 1.14）。その上で、2016年 Green Paper は、この種の問題がイギリスに特有のものではなく、外国の上場会社の多くの経営者報酬水準が同様のレベルにあるため、他の先進諸国でも同様の問題を抱えているが、例えば、アメリカ、フランス、スウェーデン、ベルギー、スイス、オーストラリア、オランダは、近時、経営者報酬に対する株主の権利を強化し開示の透明性を高める新たな措置を導入しているか、または当該措置を積極的に検討しており、経営者報酬とより広範な社会実情との乖

(27) 拘束力のある報酬方針承認決議が否決された例は1件、勧告決議である年次取締役報酬報告書承認決議が否決された例は6件ある（Green Paper, para. 1.9）。

離に対する大衆の不満に対処しつつあることを指摘する（2016年 Green Paper, para. 1.15）。

以上の諸問題を考慮し、2016年 Green Paper は、上場会社等に係るイギリスの経営者報酬規制の枠組みに対し見直しをすべき必要があるかどうかを、株主の議決権その他の権利、経営者報酬に対する株主の関与、報酬委員会の役割、報酬開示、および、長期インセンティブ報酬の5点について複数の改善方策のオプションを示し、関係者の意見を求めるものであるとする（2016年 Green Paper, para. 1.16）。

（3）株主の権利強化に関して2016年 Green Paper の提示する改善方策のオプション

そこで、2016年 Green Paper は、第1に、株主の権利強化の点については、以下の5つの改善方策の選択肢を提示する。

① オプション1—株主総会決議の勧告決議から拘束力ある決議への強化

オプション1は、取締役報酬パッケージのすべての項目または一部の項目を、現行の株主総会の勧告決議の対象から、拘束力のある決議の対象とするものである。その対象範囲によって、年次取締役報酬報告書の全部が拘束力のある株主総会決議による承認の対象となるか、または、取締役報酬のうち変動性のあるもの（年次賞与、長期インセンティブ報酬プラン、年次報酬の増加）だけを当該決議の対象とすることが考えられるとされている。また、対象会社の範囲について、この規制が、すべての上場会社等を対象とすることのほか、年次取締役報酬報告書に対し相当程度の株主の反対を受けた上場会社等のみを対象とすることも検討されている（2016年 Green Paper, p. 22）。

2016年 Green Paper によれば、このオプション1には、取締役報酬に対する株主のコントロールを強化するとともに、株主の議決権行使を促進し、株主が年次取締役報酬報告書に対する監視の点でより鮮明かつ積極的なかわりを持つことを促し得るという長所があるとされる（2016年 Green Paper, para. 1.17）。一方、オプション1の問題点として、上場会社等

が、株主の承認を得る前に経営者報酬を支払うことができなくなるだけに、その旨を任用契約に明記する必要も生じる等の実務上の難点を孕むことが指摘されている（2016年 Green Paper, para. 1.18）。

その上で、2016年 Green Paper では、検討課題として、株主の反対は提案内容に対する株主の意思表示にすぎないことから、株主の立場から見た適切な報酬パッケージを示すものではないため、報酬パッケージの原案が否決されたときに迅速かつ効果的に年次取締役報酬報告書の訂正に合意する仕組みを会社および株主が構築する必要があることを挙げるとともに、段階的手続（escalation process）を、直前年度または直近の2事業年度における報酬パッケージに対し一定数の議決権（例えば、20%から33%）を有する少数株主から反対を受けた会社に対して導入し、当該会社に関し、年次報酬報告書に対し拘束力のある株主総会決議による承認を受けなければならないとすることも考えられるとする（2016年 Green Paper, para. 1.20）。

② オプション2—年次取締役報酬報告書否決時の報酬規制強化

オプション2は、年次取締役報酬報告書に対する勧告決議が否決された会社を対象に取締役報酬規制を強化するものとするであり、オプション1の提案をいわば条件付とするものである。

2016年 Green Paper では、オプション2の具体的内容として、ある事業年度の年次取締役報酬報告書について株主総会で承認を否決した場合は、当該会社は当該年度中に次期の報酬方針を株主総会に付議し、例えば75%以上の多数による賛成を得なければならないとすることが考えられるが、次年度の報酬報告書・報酬パッケージにつき拘束力のある決議による承認を要するものとするとも考えられるとする（2016年 Green Paper, paras. 1.21-1.22）。

③ オプション3—年次報酬総額の上限設定と上限超過時における株主総会の拘束力ある決議による承認

オプション3は、上場会社等の取締役報酬方針において、年次報酬総額の上限を定めることを要求または促進するとともに、実際の年次報酬が上

限を超えるときは年次株主総会の拘束力のある決議による承認を得るものとする提案である。

2016年 Green Paper によれば、オプション 3 は、取締役報酬に対し上限 (cap) を設定するものであるが、報酬方針の中で定めた報酬額の上限を超える報酬の支払いに対し、株主が承認を与えることのできる余地を残すものとされている (2016年 Green Paper, para. 1.23)。なお、オプション 3 については、株価に連動して支払われる報酬の上限の設定が検討課題とされている。株式報酬に対し予め上限を設定すると、長期の業績向上に対する経営者の動機付けを殺ぐおそれがあるからである。そのため、株式報酬は上限規制の対象外とするか、または、額ではなく株式数の上限を定める方式に基づく規制に服せしめる必要があるとされている (2016年 Green Paper, para. 1.25)。

④ オプション 4 —取締役報酬方針に対する拘束力ある株主総会決議の頻度の増加

オプション 4 は、取締役報酬方針に対する拘束力のある株主総会決議による承認の頻度を、現行の 3 年に 1 回以上より毎年とするか、または、3 年の期間満了前であっても株主が新たな報酬方針について拘束力のある株主総会決議を提案することができるとするものである。

2016年 Green Paper では、オプション 4 については、その運用の仕方として、すべての上場会社等を対象とすることのほか、年次取締役報酬報告書に対する一定の議決権を有する少数株主の反対を受けた上場会社等だけを対象とすることも考えられるとする (2016年 Green Paper, para. 1.26)。一方、このオプションの問題点としては、長期の事業の成功よりもむしろ単年度の業績目標の充足に焦点を当てた短期的戦略を取るインセンティブを経営者に与えるリスクを伴うため、株主は年次取締役報酬報告書に対する賛否の判断においては注意深く検討する必要があることが指摘されている (2016年 Green Paper, para. 1.26)。

⑤ オプション 5—コーポレートガバナンス・コードの規律強化

オプション 5 は、CG Code 2016 の規律を強化し、年次取締役報酬報告書に対する株主の相当程度の反対があった場合を含め、会社が経営者報酬に関して株主の理解を得るための方法をより詳細に規定することを提案するものである。

オプション 5 は、基本的に会社法による規律を前提としていと考えられるオプション 1 ないし同 4 と異なり、soft law によって問題に対処するものである。2016年 Green Paper では、オプション 5 が採択される場合は、今後の対応が FRC に委ねられ、FRC が CG Code 2016 を改訂して、会社が取締役報酬を決定する際の株主に対する責務をどのように履行すべきかを示した指針を増やすことが考えられるとする。また、報酬委員会が年次取締役報酬報告書の年次株主総会への提出前に株主（年金基金を含む。）および労働者の理解を得るための手続きを定めることも考えられるとされている（2016年 Green Paper, para. 1.28）。

（４）取締役報酬に対する株主の取組みの強化

第 2 に、2016年 Green Paper が、取締役報酬に対する株主の取組みについて提案する規律改善の方策のオプションは以下の通りである。

① オプション 1—年次株主総会におけるファンドマネージャーの議決権行使結果等の開示の強制

オプション 1 は、取締役報酬に対する株主の取組みについて、年次株主総会におけるファンドマネージャーの議決権行使結果および議決権の代理行使の利用程度の開示を強制することを提案するものである。現在、機関投資家は、スチュワードシップ・コードにより、議決権行使結果の開示を求められるとともに、議決権の代理行使または議決権行使助言サービスの利用状況の開示を推奨されているが、2016年 Green Paper は、これらの開示を強制することが考えられるとする。さらに、既存の指針を強化し、議決権行使に係る意思決定の合理性を示す詳細な情報の開示を機関投資家に促すことが考えられるとする（2016年 Green Paper, para. 1.35）。

ただ、こうした方法の採用は、イギリスの会社に対して投資を行っている投資家にとって新たな負担をもたらすことになるため、そのことの影響と合理的根拠の開示に由来する法的リスクとの比較考量が必要であるとの課題も示されている（2016年 Green Paper, para. 1.35）。

② オプション 2—特別株主委員会の設置

オプション 2 は、取締役報酬の仕組みを検討する特別株主委員会を設置することを提案するものである。2016年 Green Paper では、取締役報酬に対する株主の取組みを強化する別の方策として、取締役報酬のほか、長期戦略や取締役人事等の主要な会社の課題を精査するため、取締役会の上位組織としての株主委員会（senior Shareholder Committee）を設置することが考えられるとする（2016年 Green Paper, para. 1.36）。ただ、この方策が、イギリスで確立している一層制取締役会（unitary board）に対し及ぼす影響を考えると、その導入には慎重な検討を要するとの留保が付されている（2016年 Green Paper, para. 1.36）。

③ オプション 3—個人株主の議決権行使の促進

オプション 3 は、取締役報酬その他の株主総会議題に対し個人株主が議決権を行使することを容易化しまたは促進する方策を検討するものである。オプション 3 について、2016年 Green Paper では、個人株主は、プロの機関投資家とは異なったものの見方や意見を有している可能性があり、コーポレート・ガバナンスの改善において重要な役割を果たしうるとの評価を示している（2016年 Green Paper, para. 1.37）。

その一方で、2016年 Green Paper は、個人投資家は証券ブローカー名義で株式を有しているため、株主として議決権を行使することができないが、2006年会社法は、実質株主である個人投資家が代理人となって名義株主の代わりに議決権を行使する措置を講じることを認めている。しかし、実際には、個人投資家が無関心であると考えられているためか、多くの証券ブローカーがこうした措置を講じることに消極的であるため、現行法の採用する方式は、個人投資家の会社への関与を弱め、長期的には証券プロ

ーカーによる名義株式保有モデルの魅力を損ないかねないという問題を孕んでいることが指摘されている（2016年 Green Paper, paras. 1.38-1.39。）。

そこで、2016年 Green Paper は、オプション 3 に関するこうした問題の解決方策として、個人投資家が議決権を行使する既存の制度を明示・公表するための方策を追加しこれを講じること、投資家に対し情報提供する権利を提供したり電子投票を容易化したりすることで、証券ブローカーが個人投資家に議決権行使を授権するための方法を増やすこと、2006年会社法を改正して、証券ブローカーに対し、実質株主である投資家に対し、議決権および広範な情報請求権を行使する選択権を与えることを義務付けることが考えられるとする（2016年 Green Paper, para. 1.40）。このほか、2016年 Green Paper は、イギリス政府としては、個人投資家全体としての議決権行使が、行われた議決権行使全体の中でどのようなものであったかをより明確化することにも関心があるとする。個人投資家の議決権行使を促す可能性があると同時に、機関投資家と個人株主との重大な見解の違いがあるため、会社が調査をすることが期待される問題を洗い出すことになるからである（2016年 Green Paper, para. 1.41）。

（５）報酬委員会の役割の見直し

第 3 に、2016年 Green Paper が示す報酬委員会に関して提案する規律改善の方策のオプションは以下の通りである。

① オプション 1 —報酬委員会の報酬方針作成の作成時における株主・労働者との協議

オプション 1 は、報酬委員会が取締役報酬方針を作成するに当たり事前に株主および労働者全体と協議することを義務付けようとする提案である。すなわち、オプション 1 は、報酬委員会が取締役報酬に関して勧告を行う前に労働者および株主の意見を考慮するものとする現行の要件を強化するものである。

2016年 Green Paper では、オプション 1 を実現するための方策としては、コーポレートガバナンス・コードに具体的な指針を設けることのほ

か、会社が特定の非業務執行取締役に対し労働者その他の広範な利害関係者の利益を代弁する職務を与えたときは、当該非業務執行取締役が報酬委員会の委員となり、取締役報酬に関する取締役会としての決定において労働者等の利益が適切に考慮されるよう確保することが考えられるとする(2016年 Green Paper, para. 1.44)。

② オプション 2 — 報酬委員会の委員長の就任前の報酬委員会委員としての職務従事

オプション 2 は、報酬委員会の機能強化策として、報酬委員会の委員長職を引き受ける者について、その前の12カ月以上の期間にわたり報酬委員会の委員の職務に従事した者であることを要求する提案である。2016年 Green Paper によれば、報酬委員会を主導する委員長は、その職務を効果的に果たすために、会社、業務執行取締役の人となりや、株主構成について詳しい知識を有している必要があることから、こうしたオプションが提案されるものとされているが(2016年 Green Paper, para. 1.45)、この提案だけで報酬委員会の機能強化にどの程度貢献するかは明らかではないように思われる。

(6) 取締役報酬に係る透明性の向上

第 4 に、2016年 Green Paper は、取締役報酬に関する透明性の向上策として、以下の改善提案のオプションを提示する。

① オプション 1 — CEO の報酬と労働者全体の平均給与との格差比率等の開示

オプション 1 は、前述した最高業務執行取締役の報酬と労働者の平均給与との格差の大幅な拡大を受け、最高業務執行取締役(CEO)の報酬と労働者の平均給与との格差比率、および、最高業務執行取締役の報酬とその他の業務執行取締役の報酬や上級経営担当者の給与との格差比率の開示を義務付ける提案である。2016年 Green Paper によれば、この提案の持つ最大の効用は、会社間の比較可能性の提供にあるのではなく、特定の会社の取締役会に、株主またはその他のステークホルダーに対して、当該会社の

事業業績や労働者全体の給与水準に照らして当該格差比率が何ゆえ妥当であるか、その理由を説明することを求める点にあるとされている（2016年 Green Paper, para. 1.51）。もっとも、2016年 Green Paper では、この種の情報の開示が、取締役報酬を適切なレベルとすることにほとんど役立たないばかりか、却ってミスリーディングであるとの批判もあるし、賃金の低い労働者を外部化する弊害を伴いかねないとの問題点も併せ指摘している（2016年 Green Paper, para. 1.54）。

② オプション２—賞与支給目標の開示

現行会社法の上場会社等を対象とする取締役報酬規制では、年次取締役報酬報告書において年次賞与の支給目標と業績評価方法を開示することを義務付けているが、取締役が事業上機密扱い相当と判断したときは当該情報の開示が免除されており、当該免除の対象には年次賞与の支給目標が含まれると解されている。もっとも、この免除を利用して年次賞与の支給基準を開示しない会社は年々減少してはいるものの、2014年は64%の上場会社等が、2016年には36%の上場会社等が開示義務の免除を利用しているとされている。

そこで、オプション２は、CG Code 2016 の改訂による賞与支給目標の開示の強化の要否、一定期間における過年度のすべての賞与支給目標の開示の義務化の要否について問題提起をするものである（2016年 Green Paper, para. 1.59）。

（７）長期インセンティブ報酬の改善

第４に、2016年 Green Paper が長期インセンティブ報酬に関して提案する規律改善の方策は、以下の通りであるが、この点については選択肢の提案という形をとらない。

2016年 Green Paper によれば、長期インセンティブ報酬プラン（LTIPs）は、現在では、取締役の動機と会社の長期的な利益とを一致させるものとして、ほとんどすべての上場会社等が選択するモデルとなっているが、非常に複雑化しているため、長期の業績向上を実現する動機づけを与える仕

組みの簡素化と透明性の向上を求める株主の要求が高まっていると指摘されている。また、LTIPs で用いられている評価指標が必ずしも会社の価値の長期的な変化に対応するものでないため、財務指標のほか最高業務執行取締役の任期を超える期間について会社の戦略的な強みや評判の変化等の非財務指標をも考慮に入れるべきとの意見が長期保有投資家の一部から示されているとのことである (Green Paper, paras. 1.61-1.62)。しかも、保有期間が1年ないし3年のストック・オプションは実務で一般化しているが、これでは LTIPs の期間として短すぎ、短期主義的な行動をとる動機付けとなりかねないとの実証分析も行われている (2016年 Green Paper, para. 1.63)。

そこで、2016年 Green Paper は、LTIPs に係る改善方策として、その一部に譲渡制限株式報酬 (restricted share) を利用すること、ストック・オプションの行使期間を3年未満とする CG Code 2016 を改訂し当該期間を5年に延長すること等が考えられるとする (2016年 Green Paper, para. 1.64)。また、業務執行取締役が総金銭報酬の2倍に相当する株式を保有するまでは株式の保有を義務付け、会社の長期的な利益創造に関心を持つよう促すことと組み合わせることも考えられるとも指摘する (2016年 Green Paper, para. 1.65)。

2 株主以外の利害関係人の意見の会社経営への反映

(1) 2006年会社法172条の規律

イギリス会社法は、前述したように、既にコーポレート・ガバナンスの問題として、取締役が会社としての経営上の意思決定を行うに当たり株主のみならずその他の広範な利害関係人の利益を考慮することの重要性を明確に認識している (2016年 Green Paper, para. 2.1)。すなわち、第1に、2006年会社法172条1項は、取締役が、株主全体の利益のために会社の事業の成功をもたらす可能性が最も高いと誠実に判断する方法で行為しなければならないと定める。その上で、同項は、その目的の実現のために、取締役

は、一定の意思決定がもたらす可能性のある長期的な影響、労働者の利益、供給業者・顧客その他との事業場の関係を強化する必要性、会社の事業活動が地域社会および環境に与える影響、高い事業活動上の評判を維持することの妥当性、株主を平等に扱う必要を考慮しなければならないものとする。

第2に、2006年会社法は、小規模会社を除くすべての会社に対し、同法172条1項の義務を取締役がどのように履行しているかを株主が評価できるようにするために、年次報告書の一部として戦略報告書を作成し株主に提供することを義務付けた上で（同法414A条・414C条1項）、上場会社等についての規律として、当該会社の事業の展開・業績・現状を理解するため必要がある限り、戦略報告書の中に、当該会社の事業の基本的な方向性と将来の事業の展開に影響を及ぼし得る要因、業績と事業の状況、環境・雇用上の問題や社会・共同体・人権に係る課題に関する情報を盛り込むことを要し、ジェンダーの多様性に関する情報も含める必要があるものとする（同法414C条）。

（2）イギリス政府の問題意識

上記規律を前提に、2016年 Green Paper は、多くの会社と取締役会は、当該会社の有する社会的責任を事業活動の中で実現するための役割を広範に果たすことで得られる多くの効用を明確に認識しているが、会社が取締役会および株主の利益だけではなく労働者、顧客、供給業者および広範な社会に対する責任を認識して経営されていることを一般大衆に納得させるために依然なすべきことがあるとする意見があると指摘する。その上で、取締役会における多性の確保はその一環であり、広範な社会的知見、才能および経験を意思決定に反映させることを可能にすること、イギリスの会社の中には、労働者や供給業者、年金受給者の意見やニーズを適切に考慮しない例が一部にあること、これは例外的事象ながらも、その事例の中で提起された問題を適切かつバランスよく検討し、すべてのイギリスの会社が労働者等の利益等を考慮することを確保する必要があることを、政府

の問題意識として明示する（2016年 Green Paper, paras. 2.2-2.3）。

ちなみに、現行会社法172条1項は、同項の義務の履行方法を詳細に規定しないことで、同項の義務の履行に当たり、各会社が置かれた状況に応じて必要な対応が採れる柔軟性を提供しうる長所を有しているが、反面で、必ずしも一致しない各種ステークホルダーの利益・利害の考慮という難しい職務を取締役に義務付けるものである上に、年金受給者を利害関係人の一つとして明示しておらず、年金受給者の利益が考慮されない⁽²⁸⁾ おそれを孕んでいる点も指摘されている（2016年 Green Paper, para. 2.8）。

（3）2016年 Green Paper が示す改善方策

以上の問題意識に基づいて、2016年 Green Paper は、2006年会社法172条1項に定める取締役の義務の履行確保の方策として、以下の改善方策の選択肢を提示する。

① オプション1：ステークホルダー勧告パネル（stakeholder advisory panel）の設置

オプション1は、取締役会が、取締役が直接主要な利害関係人の意見を聞き、取締役会の一般的な意見に対し異なった背景・視点を持った者の声を反映させるためにステークホルダー勧告パネルを任意に設置する旨の提案である。すでに、イギリスの会社の中には、例えば労働者の意見を必要に応じて採り入れるための仕組みとして、労使協議会等を設置する例もあることが紹介されており（2016年 Green Paper, para. 2.11）、こうした実務の取組みが、オプション1の提案の背景にあるものと推察される。

オプション1に示されたステークホルダー勧告パネルは、2016年 Green Paper によれば、その利用の仕方はさまざまである。例えば、取締役（業務執行取締役または非業務執行取締役）が取締役会の議場で検討すべく提起しようとする特定の問題について同パネルの意見を求めること、同パネルの委員が取締役会への参加を求められ、関連する議題が予定されていると

(28) この問題が現実化した事例がBHS事件である（前掲（注16）参照）。

きは意見を述べることに、同パネルが、同パネルとして重要と判断する事項につき議論を行うことにつき、同パネルへの特定の業務執行取締役または非業務執行取締役の出席と質問に対する回答を求めることで、同パネルが一定の役割を果たすことが考えられるとされている（2016年 Green Paper, para. 2.15）。また、同パネルの機能・役割としては、会社の業務執行取締役の報酬方針および年次取締役報酬報告書について諮問を受けることや、報酬委員会の委員長である非業務執行取締役が、3年間の報酬方針および年次取締役報酬報告書の作成に当たり同パネルに意見を求めるものとするとも考えられるほか、サプライチェーンを構成する会社によって組織されるステークホルダー勧告パネルは、定期的に、供給業者との関係について取締役会に助言を行うことも考えられるとされている（2016年 Green Paper, para. 2.16）。

いずれにせよ、2016年 Green Paper によれば、オプション1の長所は、会社がその事業上のニーズや特定の利害関係人のニーズに対応するパネルを柔軟に設置することができる点が挙げられている（2016年 Green Paper, para. 2.17）。また、こうしたパネルの設置は利害関係人の代表者を取締役（会）レベルでの意思決定に直接参加させるものではない点で限界があるものの、関連する開示規制が強化されれば、取締役がステークホルダーの利益をどのように意思決定の過程・内容において取り扱ったかについて、透明性の確保が図られるという効用も得られるとされている（2016年 Green Paper, para. 2.18）。

② オプション2—ステークホルダーの利益を代弁する非業務執行取締役の確保

オプション2は、非業務執行取締役に対し、主要な利害関係人、特に労働者の意見が取締役会レベルでの議論・意思決定において聞き入れられるよう確保する職務を与えることを提案するものである。TUC（労働組合会議）が示した労働者代表取締役の選任という前述の提案と類似するともいえる。しかし、オプション2は、あくまで株主総会で選任した取締役のう

ち非業務執行取締役の一部について、その職務内容としてステークホルダーの利益を代弁させようとする提案である上に、当該非業務執行取締役が代弁する利益が労働者の利益だけに限られない点で、労働者代表取締役の選任の提案とは必ずしも同一でないことに留意する必要がある。

ともあれ、2016年 Green Paper によれば、オプション 2 は、取締役会に追加の構成員を加えることなく、取締役会での議論にステークホルダーの声ないし利益を直接反映させる手段となり得る点にメリットがあるとされ(2016年 Green Paper, para. 2.19)、当該職務を与えられた各非業務執行取締役は、取締役会の委員会には、業務執行上の意思決定において労働者、供給業者または顧客に関連する問題を適切に考慮するよう確保する者として出席することになるとされている(2016年 Green Paper, para. 2.20)。また、当該非業務執行取締役は、取締役報酬の決定に当たり労働者層の利益等を考慮することを確保するべく、報酬委員会の委員となることも考えられるとされている(2016年 Green Paper, para. 2.21)。この点で、オプション 2 は、前述した業務執行取締役(特に最高業務執行取締役)の報酬レベルと労働者の平均給与レベルとの格差の是正策としても機能し得るものと考えられる。

いずれにせよ、当該非業務執行取締役は、上記職務に鑑み、会社の事業に関連する課題を特定し解決する手段として、利害関係人の構成をよく理解するための方策を設けておく必要があるとされている(2016年 Green Paper, para. 2.22)。また、当該非業務執行取締役は、毎年、自己の目的を設定し、特定された問題にどのように対処し、その責任を一般的にどのように果たしたかを報告することも考えられるとされている(2016年 Green Paper, para. 2.23)。ただ、利害関係人の利益を考慮する職務を与えられた非業務執行取締役は、あくまでも取締役である以上、その法的義務による制約を受けるほか、当該非業務執行取締役が選任されることで、却って他の取締役が労働者その他の主要な利害関係人グループに影響を及ぼす問題に積極的な関心を払わなくなるというリスクも孕むことも指摘されており

(2016年 Green Paper, para. 2.25), 法理論上の課題は少なくない。

③ オプション3—ステークホルダー代表取締役の選任

オプション3は、前述した労働者代表取締役の選任を提言するTUCの提案等をベースにより広範なステークホルダーの代表者となるステークホルダー代表取締役の選任を提案するものである。2016年 Green Paper によれば、オプション3は、取締役会の議論に新たな視点を取り込むという長所があるとされている。その反面、取締役会での議論における対立を増幅し意思決定を遅らせるリスクや、利害対立の解消のために却って取締役会での議論ではなく非公式の交渉によって意思決定が行われるリスクも孕む上に、一人のステークホルダー代表取締役の存在では結局は名目的存在に終わりがねないとの指摘もなされている(2016年 Green Paper, para. 2.26)。

このほか、一定のステークホルダーを前提とした場合、どのようにその代表者を選ぶかは難問であり、特に消費者のような利害関係人に至ってはなお更であることが問題点として明示されている(2016年 Green Paper, para. 2.27)。さらに、ステークホルダー代表取締役も取締役としての一般的義務を負う以上、特定の利害関係人の利益だけを考慮することはできないほか、守秘義務との関係で利益を代表している利害関係人に対し一定の問題について情報を提供することも制約されることも法的問題点として掲げられている(2016年 Green Paper, para. 2.28)。これら諸点を勘案して、イギリス政府としては、従業員その他のステークホルダーの代表者を取締役として選任することを強制することまでは提案しないとの留保が付されていること(2016年 Green Paper, para. 2.29)には、注意が必要である。

④ オプション4—ステークホルダーのための取組みに関する報告要件の強化

オプション4は、現行会社法が定める戦略報告書における開示等を前提に、その内容の具体化・充実・拡充を予定したものであり、対象会社に対し、取締役会が様々な利害関係人の利益をどの程度の頻度でどのような仕組みに基づいて考慮しているかの情報の開示を求めることが考えられると

されている（2016年 Green Paper, para. 2.32）。こうすることで、特定の利害関係人に係る課題に対する特定の時点までの取組みと次年度に向けた目標を明示することにつながるからである。さらに、こうした開示規制の強化が、ステークホルダーの利益を考慮する職務を付与された非業務執行取締役というオプション2と結びつくことで、より強力な機能を発揮し得ることも指摘されている（Green Paper, para. 2.34）。その意味で、オプション1ないしオプション4は、相互に排除しあう関係にはなく、適切に組み合わせることが考えられるとの指摘（2016年 Green Paper, para. 2.36）は注目される。現に、2016年 Green Paper によれば、例えば、ステークホルダーの利益を代弁する職務を与えられた非業務執行取締役（オプション2）は、ステークホルダー勧告パネル（オプション1）と組み合わせることで機能の強化が図れ、その職務の遂行は効果的な報告（開示）（オプション3）を通じて実現することも考えられるとされているため（2016年 Green Paper, 2.36）、これらは全体として一つの提案と見ることもできるであろう。

⑤ 上記オプションの実現方法と課題

2016年 Green Paper によれば、ステークホルダーの声を会社経営上の意思決定に反映させるという目的の実現手法には様々なものがあり得るとされ、もっとも柔軟性の高いものは、会社がステークホルダーの利益を適切に考慮することを確保する積極的な措置を講じるものとするという原則を定めた上で、その遵守を期待するというものであって、この原則を立法、CG コードの改正または両者の組合せにより裏付けることが考えられるとされている（2016年 Green Paper, para. 2.37）。あるいは、産業界主導の任意アプローチの利用も考えられ、FTSE100社の女性取締役を5年以内に倍加させた実務の取組みを前提とすると、この方法でも実効性を発揮し得ることが指摘されている（2016年 Green Paper, para. 2.37）。

このほか、2016年 Green Paper によれば、ステークホルダーの利益を考慮する取組みを強化する規律をどの範囲の会社に適用するかも要検討事項であり、その際、従業員基準によるべきかその他の規準によるべきかも一

つの論点となるとされている（2016年 Green Paper, para. 2.39）。

3 大規模非公開会社等に対するコーポレート・ガバナンスの強化

（１）イギリスにおける会社等の状況と2016年 Green Paper の問題意識

2016年 Green Paper の検討項目の第3は、大規模非公開会社等のコーポレートガバナンスの強化であるが、その概観に先立ち、イギリスの会社等の実情を見ておこう。2016年 Green Paper の付属資料Cの表6（Appendix C, Table 6）によれば、イギリスの上場会社・非上場会社の数やその規模別の内訳は以下の通りである。

- （i）ロンドン証券取引所 Main Market 上場会社（premium listing）：720社
- （ii）上場会社等（quoted company）：900社（うち、従業員数が250人超のものは430社、1000人超のものは340社、年次売上高が3600万ポンドを超えまたは総資産が1800万ポンド超のものは750社）
- （iii）ロンドン証券取引所 AIM 上場会社（AIM listed company）：710社（うち、従業員数が250人超のものは180社、1000人超のものは54社、年次売上高が3600万ポンドを超えまたは総資産が1800万ポンド超のものは500社）
- （iv）非上場の公開会社（non-listed public company）：4000社（うち、従業員数が250人超のものは390社、1000人超のものは170社、年次売上高が3600万ポンドを超えまたは総資産が1800万ポンド超のものは1700社）
- （v）私会社（private company）：310万社（うち、従業員数が250人超のものは9900社、1000人超のものは2600社、年次売上高が3600万ポンドを超えまたは総資産が1800万ポンド超のものは3万7000社）
- （vi）私会社のうち英国で設立されたロンドン証券取引所上場会社によって株式を所有されている会社を除いたもの：310万社（うち、従業員数が250人超のものは9000社、1000人超のものは2200社、年次売上高が3600万ポンドを超えまたは総資産が1800万ポンド超のものは3万3000社）
- （vii）有限責任事業組合（LLP）：5万5000組合（うち、従業員数が250人超のものは220組合、1000人超のものは60組合、年次売上高が3600万ポンドを超えまたは総資産が1800万ポンド超のものは1300組合）

以上の実態を踏まえ、2016年 Green Paper では、現行のイギリスのコーポレートガバナンス・コードおよび開示規制は、所有と経営が分離した公開性の株式会社を対象とするものであるが、イギリスには、相当数の大規模非公開企業（私会社および LLP）が存在するところ（2016年 Green Paper, paras. 3.1-3.2）、これらの大規模非公開企業は、上場会社と同じガバナンス・報告の規律に服しないものの、問題が起きた場合に株主以外の利害関係人に同じような悪影響を及ぼす可能性がある」と指摘する（2016年 Green Paper, para. 3.2）。

したがって、2016年 Green Paper によれば、第 1 に、良好なコーポレート・ガバナンスは株主と経営者の関係の問題にとどまらず、会社業務が適正に行われることについて労働者、顧客、サプライチェーンおよび年金受給者を含む株主以外のステークホルダーの有する強い利害関係を考慮する必要がある。第 2 に、社会は、有限責任制の会社および LLP の構成員が有限責任を享受する以上、当該会社および LLP が責任をもって運営されることに対し正当な期待を抱いている。したがって、高いコーポレート・ガバナンスのスタンダードは、有限責任が濫用されていないことの必要な保証を与えることに役立つ。第 3 に、多くの企業が私会社形態を選ぶ傾向にあるが、そのため公開の資本市場での株式取引に伴う比較的高度な一般的監督とコーポレート・ガバナンスの規律を受けないことになっている。第 4 に、良好なコーポレート・ガバナンスの確立は事業者自身の利益にもなる。つまり、良好なコーポレート・ガバナンスは、株主のみならずその他のステークホルダー（特に、銀行、投資家、供給業者）に対し当該会社が良好に運営されているとの信頼を与え、より安いコストの長期資金を外部から調達する方法を提供することになるとする（Green Paper, para. 3.3）。

以上が、2016年 Green Paper が大規模な非公開企業についてガバナンスの強化を提言する問題意識である。

（2）2016年 Green Paper が示す改善方策

そこで、2016年 Green Paper では、上記の問題意識から以下の改善方策

を提案する。

① オプション 1 — CG Code の適用対象の拡大

オプション 1 は、現在はロンドン証券取引所 Main Market 上場会社 (premium listing) に対し適用されているコーポレート・ガバナンス・コード (CG Code 2016) の適用対象の拡大を提案するものである。その際、現行の CG Code 2016 がロンドン証券取引所 Main Market 上場会社を対象とするものであるため、一部の規定に非公開会社等に適用することが適切でないものがあること (2016年 Green Paper, para. 3.11)、同 CG Code が対象とする所有と経営の分離した上場会社と異なり、非公開会社等、特に中小規模の非公開会社等では所有と経営が一致する実態があることに留意する必要があることが指摘されている (2016年 Green Paper, para. 3.13)。そこで、2016年 Green Paper では、オプション 1 を採用する場合は、現行のコーポレートガバナンス・コードの適用対象を、非常に大規模な非公開会社等に限定するとともに、同コードの原則の適用は完全に任意なものとするのが妥当であるとしている (2016年 Green Paper, paras. 3.13-3.14)。こうした対応方法に対しては、実効性が確保されるのかとの問題もあり得ようが、これまで soft law によるコーポレートガバナンスの強化に成功してきたイギリスとしては、こうしたアプローチで十分な効果をあげられるとの自負があるようである (2016年 Green Paper, para. 3.16)。

② オプション 2 — 会社情報の報告規制の適用対象の大規模非公開会社への拡大

現在は、公開会社 (public company) 一般および上場会社等については、当該会社を対象とする会社法上の報告規制が存在する。その一方で、2015 年現代奴隷法 (Modern Slavery Act 2015) では、売上高が3600万ポンド以上である国内企業に対し、現代奴隷 (modern slavery) を当該企業自身のみならずサプライチェーンにおいても防止するために講じた措置について開示を義務付ける等、企業法的形態の如何を問わず当該企業の規模の大きさに着目して所要の開示を強制する立法措置を講じている。これを踏まえ、オ

プシオン 2 は、開示（報告）規制を規模の規準の観点から、公開会社と非公開会社を問わず、また、企業の法的形態の如何にかかわらず一貫して適用することを提案するものである（2016年 Green Paper, paras. 3.17-3.18）。

4 小括

2016年 Green Paper の示した次期のイギリス会社法制の改正構想の概要は以上のとおりであるが、第 1 に、その主たる関心が、業務執行取締役の報酬規制の強化にあることは明らかであろう。その点に関しては、数多くの改善方策の選択肢が提示されているが、最終的にどの改善提案に収斂するにせよ、業務執行取締役の報酬規制の強化を提案する問題意識の一つが、最高業務執行取締役の報酬額と労働者の平均給与との格差の開きの是正にあることとの関係で、株主の権利強化がその問題に対する解決策となり得るかは、一つの問題であろう。イギリス会社法は、取締役報酬規制を手続きおよび開示の両面で強化し現在に至っているが、それでも、株主以外のステークホルダーの一人である労働者の給与と取締役とりわけ一部の最高業務執行取締役の報酬との開きの是正には必ずしも役立っていないとの鋭い指摘⁽²⁹⁾があるからである。また、この問題は、イギリス経済を一部の特権階級のためのものでなく、イギリスで働くすべての人々の手に取り戻すとする現首相の問題意識に由来するが、急速にグローバル化が進展しているイギリス経済において株主がどの程度のイギリス国民の利益を代表しているのかという、極めて冷めた、且つ、的を射た指摘⁽³⁰⁾も、業務執行取締役の報酬規制の見直し・強化の方向性を探る上で留意しておく必要があると思われる。

その意味で、2016年 Green Paper では業務執行取締役の報酬規制の強化

(29) Chizu Nakajima, *Proposals for corporate governance reform and crack-down on irresponsible business in the UK*, the Company Lawyer, Vol. 38, No. 3, p. 94 (2017).

(30) Chizu Nakajima, *ibid*, p. 94.

と別の検討項目として掲げられている、会社経営上の意思決定に株主以外のステークホルダーの意見を反映させるための仕組みづくりを模索する提言部分は、取締役の報酬規制の強化と連関する問題であるとの捉え方が求められるとの指摘⁽³¹⁾は、極めて注目に値する。

第2に、ステークホルダーの意見を会社経営上の意思決定に反映させるための枠組み作りについては、イギリス会社法172条1項所定の取締役の義務の履行確保手段としてどのような方策が最終的に選択されるにせよ、株式会社が誰の利益のために経営されるべきかという本質論につながるものであり、今後の議論の行方は注目しておく必要があろう。立法の経緯を振り返っても、1980年の会社法改正の際に、EC（現EU）加盟国として労働者の経営参加の法制化を求められたイギリスが、労働者の経営への直接参加を嫌って、取締役の一般的義務として、取締役は職務の遂行に当たり株主の利益と同様に労働者の利益をも考慮しなければならないとする義務（2006年会社法172条1項の新設で廃止）を法定するに至ったことが知られている。ドイツ等の大陸諸国では、労働者の経営参加を法制化する国が少なくないが、イギリスは長らくそのような方式を回避してきた経緯がある。それだけに、2016年 Green Paper が、保守党政権下での会社法制の改正提言として、労働者等のステークホルダーの利益を会社経営上の意思決定に反映させるための方策の一選択肢として、ステークホルダーの利益を代表する取締役の選任案を示したことは、大きな法制上の方針転換に繋がり得るものといえ、その議論の行方は今後も注視する必要がある。また、上記の通り、ここでの改正提言は、一部の裕福な経営者層と平均的な労働者との経済格差（社会的不平等）の是正とも関連しており、取締役報酬規制の問題も含め、会社法制において重視すべき保護法益として、株主の利益のみならず株主以外のステークホルダーの利益をどの程度考慮すべきかという、新たな問題を提起するものともいえることから、その問題提起が日本

(31) Chizu Nakajima, *ibid*, p. 94.

の会社法制に対して与える示唆は、決して小さくないであろう。

第3に、2016年 Green Paper が会社法制見直し項目の3つ目の柱として掲げる大規模非公開会社等のガバナンスの強化は、これまでイギリス会社法の改正が小規模会社の規制見直し（過剰規制の見直し等）を最優先事項として行われてきたこと（Think small first 政策）から、取り残されてきた問題に対する対応を迫られたものということであろう。2016年 Green Paper では、この問題に対する処方箋案として必ずしも明確なオプションが示されているわけではなく、その内容の具体化作業を、UK Corporate Governance Code の策定を管轄する FRC（the Financial Reporting Council）に委ねるものとなっており、具体的な改善方策は、今後 FRC による具体的提案の提示を俟たざるを得ない。それでも、2016年 Green Paper が有限責任制の会社のみならず、有限責任事業組合をも包摂する横断的な形で大規模非公開会社等のガバナンス強化の方向性を打ち出したこと自体は、注目されてよいであろう。

四 結びに代えて

2016年 Green Paper で示されたイギリス会社法制の見直し・改正の方向性については、今後、2016年 Green Paper に対し寄せられた各界の意見を、会社法制を管轄する BEIS 省が分析した上で、次の作業である Consultation Paper の作成・公表、次いで、会社法改正が必要であるときは改正法案を含む白書（White Paper）の公表を経て、所要のルール改正等が行われることで、具体化する。他方で、下院議会では、2016年 Green Paper を受けてコーポレートガバナンス改革をテーマとする検討委員会が設置され、その検討結果を踏まえた報告書⁽³²⁾が公表されており、①取締役が株主利益のみならず株主以外のステークホルダーの利益を考慮するこ

(32) House of Commons, Business, Energy and Industrial Strategy Committee, supra note 13.

とを確保するための方策（開示による対応およびFRCの権限強化と当該開示の実効性確保）、②私会社における法令順守の確保、③業務執行取締役の報酬規制の強化、④取締役会における取締役の多様性の確保について、複数の勧告を行っている。紙幅の関係で、下院議会の上記委員会報告書については、稿を改めて紹介・概観することを予定しているが、この報告書での提言等も含め、今後進展していくであろうイギリス会社法制の見直し作業には引き続き注目しておく必要があるだろう。

ともあれ、今回の2016年 Green Paper で示されたイギリス会社法制の改正構想からでも、日本の会社法制にとって一定の示唆を抽出することができると思われる。第1に、イギリスの2016年 Green Paper も検討課題とする役員報酬（業務執行取締役の報酬）規制の在り方に関して、わが国においても、会社法研究会（座長・神田秀樹学習院大学教授）が取りまとめた同研究会報告書において、取締役報酬規制の見直しを検討課題の一つに掲げている。会社法研究会報告書の問題意識とイギリス政府の目指す取締役報酬規制の見直しの方向性は必ずしも一致するものではないが、前述の通り、2016年 Green Paper が示唆する取締役報酬規制の在り方は、わが国の会社法における取締役報酬規制の見直しを探る上で新たな視点を提供するものといえ、参考に値しよう。この点で、わが国でも、今後、経営トップの報酬と労働者の平均給与との開きの程度を調査する必要があるかもしれない。その結果次第では、わが国の会社法上の取締役・執行役の報酬規制における考慮要素として、株主利益のほか労働者の利益や社会的平等の確保を加味する必要も生じよう。そうなるのであれば、株主利益の保護を目的としてきた従来の取締役・執行役の報酬規制の在り方そのものが問われることとなりかねず、理論的にも重要な問題提起が行われることになるものと思われる。

第2に、2016年 Green Paper がコーポレート・ガバナンスの仕組みの問題として、株主以外のステークホルダーの利益・意見の反映確保の方法を探ることは、イギリスの2006年会社法の規律を前提とするものであるだけ

に、同様の義務規定を定めていない日本の会社法の下では馴染みにくいものといえる。しかし、そこで示された問題意識は、会社（特に株式会社）の利益・企業価値の構成要素を法的にどのように考えるべきかという会社本質論と関連するものとして、また近時の CSR に関する企業実務（トリプルボトムライン—経済価値・社会価値・環境価値、統合報告）との関係においても示唆に富み、わが国の会社法研究にとって理論的に重要なヒントを提供するものと考えられる。また、ここでの提案は、前述の通り、取締役（特に業務執行取締役）の報酬レベルと労働者の平均給与との格差が社会問題化するようであれば、その問題に対する対応策ともなり得る。

第3に、わが国の会社法では株式会社に関して一定の範囲で規模の規準による規制区分が実現しているが、合同会社については、大規模なものを対象とした特別な規律は用意されていない。しかし、会社法の制定・施行以前の議論として、大規模有限会社存在を前提に、会計監査人監査の強制の可否が検討されていたことを考えると、同様の問題は現行法下では合同会社に当てはまるまいといえるであろう。また、株式会社についても、大規模株式会社であっても、非公開会社である限りは、機関設計が公開会社に比べ簡素化されているため（日本会社法328条2項参照）、規模の基準に基づくガバナンス規律の区分の在り方として見直しの必要がないかは改めて問題となりそうである⁽³³⁾。その意味で、イギリス政府が今般2016年 Green Paper で示した問題意識は、わが国の会社法制にとっても公開会社でない株式会社・合同会社のうち大規模なものに対する規制の強化の可否の検討の必要性を示唆するものとして、注目に値する。

なお、前述のように⁽³⁴⁾、本稿の初校段階で、2016年 Green Paper に対し寄せられた各界意見を踏まえ上記の諸点に係る会社法制の見直しの方向性についてイギリス政府としての考え方を示した2017年8月29日公表の

(33) 中村信男「合同会社制度と法制上の問題点」法律のひろば69巻8号62頁（2016年）。

(34) 前掲（注6）。

CORPORATE GOVERNANCE REFORM The Government response to the green paper consultation に接したが、時間的制約もあり、本稿にはその内容を反映させることができなかった。今後この文書で示されたイギリス政府の考え方を基に進められていく会社法制の改正作業については、稿を改めて論じることとしたい。